



人大重阳

研究动态

第 38 期

2014年3月16日

中小投资者保护的政策建议

中国人民大学重阳金融研究院“中小投资者保护研究”课题组

保护广大中小投资者的合法利益，就是保护社会公共利益，就是维护证券市场的安全，就是爱护中国证券市场，保护中小投资者的合法权益应当作为证券市场监管的主要目的和最终目标。

经过二十多年的发展，我国证券市场取得了很大的成绩。但依然存在着欺诈上市、财务造假、内幕交易、恶意炒作等违法、违规行为，使得中小投资者的利益常常受到侵害。究其原因，是中小投资者保护问题的重要意义没有引起足够的重视，因而，也没有提出中小投资者保护的可操作性政策。



一、中小投资者保护的重要性

1. 基于经济学原理的投资者保护

在我国这样的新兴加转轨的市场上，长期以来，为服务于国企改革、脱困，我国监管部门更多地强调证券市场的融资功能，而忽视投资功能。事实上，融资与投资是不可分离的。投资是融资的源泉，没有投资就没有证券市场。上市公司作为证券市场产品的供给方，是受投资者制约的。投资者作为证券市场资本的供给方，他们的投资是证券市场得以建立、运行和发展的资金来源。只有投资者的合法权益得到保护，投资者才肯投资，证券市场才有资金来源，有了源源不断的资金进入，证券市场才能发挥筹资的功能。

现代信息经济学理论认为，在证券市场上，投资者在进行投资选择时，由于对上市公司提供的股票并不完全了解，存在着投资者与筹资者之间的信息不对称，可能由此导致投资者的“逆向选择”，即那些经营良好公司的股票不被投资者认可。在这样的市场环境下，投资者得不到合理的投资回报，从而对证券市场失去信心，导致证券市场失去存在的基础。同时，信息不对称问题可能导致金融产品的提供者（他们是金融产品的提供者，也是资金的需求者）的道德风险，即上市公司发布虚假信息等不利于投资者的行为。而逆向选择及道德风险问题是阻碍整个证券市场发展的关键问题。

根据公共利益论，政府监管应以保护公共利益为出发点，因为保护投资者的合法利益就是保护公共利益。证券市场的持续、稳定、健康发展对宏观经济有着重要的作用，宏观经济的发展有利于社会公共利益，而保护投资者的合法



利益对证券市场的发展又有着决定性的意义。

2. 基于社会安定视角考虑的中小投资者保护问题

一般意义上，上市公司的所有投资者（包括股东和债券持有人）在利益上是一致的，他们具有相似或相近的利益目标，处于同一利益集团，共同激励和监督经营者。因此，投资者常常被认为是同质性的。但是，按照现代代理理论，公司的大股东和小股东有着本质的不同。这是因为在选择公司经营者时普遍实行多数规则（即少数服从多数），大股东在选择经营者时具有天然的优势。事实上，公司的经营者多是大股东的代表，或者就是大股东本人，因而根据多数规则进行公司决策的结果是，大股东可能不一定会根据全体投资者的共同利益选择经营者和经营行为，而是常常按照自己利益最大化的目标选择经营者和经营行为。从这个角度上看，大股东和公司经营者的利益更为密切、相关或相近。因此，更多的情况是大股东与经营者同在“内部人”利益集团之内，通过实施“内部人”控制共同对付中小股东，而不是大股东与其他中小股东基于共同利益一起激励和监督经营者，因此，本文的论述重点不是一般性的投资者保护问题，而是针对中小股东，即中小投资者，因为他们是一群在证券市场上的弱势群体。

从经济学和社会安定的角度考虑，保护中小投资者具有如下重要意义：

第一，中小投资者保护影响上市公司的价值。对某一上市公司而言，如果上市公司存在大股东的“掠夺”行为，就得不到投资者的认可，投资者不愿意持有公司股票，使股票交易清淡，其股价必然走向低迷，导致公司市场价值下降。同时，“掠夺”行为也会使公司管理层的经营努力得不到反映和认可，因为管理层的激励多与股价相联系，他们将因此丧失勤勉尽责以提高公司业绩的积极



性，从而导致上市公司内在素质下降。

第二，中小投资者保护影响证券市场的规模。如果大股东“掠夺”中小股东的现象非常普遍，中小投资者的利益受到损害，既会打击现有投资者的投资意愿，使投资者群体萎缩。同时，还会引发“劣币驱逐良币”的问题，越是“掠夺”厉害的公司其融资收益越大，恶性循环的结果是优良公司受到不良公司排挤，导致市场上优良公司越来越少。这两个方面共同作用的后果是证券市场发展受到严重阻碍，甚至萎缩。因此，一般说来，在中小投资者保护较差的国家，证券市场都相对不发达，市场规模和市场广度都受到限制。

第三，中小投资者保护有利于证券市场的结构优化。证券市场的发达程度是以“有效性”为标志的。证券市场“有效性”的条件之一是存在大量分散的股东。大量中小投资者分散化的竞争性交易行为是市场有效性的基础之一。只有对中小投资者进行切实的保护，才能鼓励投资者分散持股，促进分散化的股权结构的形成。

第四，中小投资者保护关系到证券市场的稳定。在中小投资者保护较差的国家，当经营状况良好时，包括大股东和管理层在内的公司内部人会在一定程度上善待外部投资者，但当经营状况恶化时，他们会通过“掠夺”转嫁损失。这种情况会加速股票价格的下跌从而导致证券市场甚至整个金融市场的危机。

第五，中小投资者保护关系到社会安定。证券市场的运行和发展，显然离不开中小投资者的广泛参与。在证券市场中，基础广泛、数量众多、对社会安定影响力最大的是广大中小投资者。截止到 2011 年底，上市公司总数 2342 家，市值 21.48 万亿元，期末股票账户数已经达到 1.6 亿户，证券市场已经渗透到



社会生活的各个角落，走入千家万户，投资者涉及各个社会阶层的人士。如此广泛的社会参与性，使得中小投资者的合法利益一旦受到危害，负面影响的范围非常广泛，甚至可能直接影响到整个社会的安定。

3. 基于公平原则的中小投资者保护

从目前我国证券市场发展和监管的实践来看，中小投资者常常受到歧视，但这种歧视不是以公开的形式存在的。因为从表面上看，所有投资者在证券市场上都是平等的，高度标准化的证券不会因为投资者的种族、学历、性别等特征的不同而有不同（当然市场禁入者除外），在投资活动中，只有货币量多少的区别，没有货币持有者本身的区别。但经过深入分析之后，就可以看出证券市场上存在歧视，而且这种歧视恰恰就是因为资金拥有量的不同而产生的。

正如 C. Goodhart 和 P.Hatmann（1998）等人所指出的，中小投资者与机构投资者和那些大投资者之间有着显著的区别。首先，中小投资者购买合约往往是短期的、小批量的，无法累积对交易对方长期绩效的观察。其次，中小投资者因为资金量少，因此获取信息的渠道少、机会少且成本高，处理信息的能力较弱。再者，许多中小投资者愿意根据所谓的专家和媒体的意见来做出交易决策，因而总是处于被动地位。最后，中小投资者在与中介机构的交易中，议价能力较弱，许多独享信息只对大投资者、机构投资者开放，中小投资者得到的都是在市场已经公开的、共享信息。而证券市场的本质是信息市场，信息是证券产品价格形成的基础，是价格波动最主要的原因和动力。信息的不平等，就意味着机会、赢利、财富的不平等，起点的不公平。中小投资者显然在市场上受到了严重的歧视。



诚然，市场经济允许一定的差别待遇，允许向不同的消费者提供不同的服务；消除歧视也不是要建立一个对所有投资者都绝对平等的体制。差别待遇应在经济上能够给出合理的原因和解释。而中介机构等市场主体之间的竞争可以在一定程度上减轻歧视，但很难消除。因此，监管必须必须保护中小投资者。

根据捕获论的观点，只有大的利益集团才有可能捕获监管者，中小投资者因为势力弱、人员又分散，不可能捕获监管者。所以，保护投资者的合法利益更多的是要保护广大中小投资者的合法利益。当然，保护中小投资者的合法利益，并非是要保证他们在证券市场上都能赢利，而是要保证市场的正常秩序，保证他们免受欺骗，免受歧视，保证信息的公开，保证投资者有公平、公正地进行证券交易的机会。

从伦理的角度，也可以看出保护中小投资者的重要性。如果说我国开办证券市场的初衷和本原目的是：为国企脱困和股份制改革服务，正是中小投资者常年的参与，为证券市场的发展，为国企脱困做出了巨大的贡献。所以，从伦理的角度，也应该高度重视中小投资者保护。

二、中小投资者保护的政策建议

1. 强化中小股东的行权便利性

(1) 增强中小股东的行权便利性

从国际经验来看，行权便利性是衡量中小股东权益保护程度的一个重要指标，也是实现贯彻股东实质平等原则的基本路径。具体来说，保障行权便利性



是对中小股东权益进行保护的事前机制，它帮助中小股东群体利用手中的投票权（用“手”或用“脚”）等权力对公司可能侵害他们利益的行为及时给予反应，形成制约。参照 2004 年《OECD 公司治理原则》的建议，结合我国现阶段资本市场的实际情况，为保障中小投资者作为上市公司中小股东的权益，可以从以下几个方面来保障中小投资者行权的便利性：

第一，增强中小股东联合的便利性。提供便利的投票权征集渠道，可以由上市公司设立公司投票网站，充分利用计算机和网络技术手段，为中小股东异地提案、投票提供便利，从而方便中小股东投票，降低投票成本。

第二，提高中小股东的话语权。提高在董事提名、提案中的话语权，降低提案最低股份比例要求，使更多中小投资者可充分参与到其中，延长上市公司关于召集股东大会等相关信息公告的时间，提高公告信息披露的内容和格式要求。

第三，完善相关股东表决回避制度。规定某些议案的通过须获得遭受侵害的股东的同意，某些情况下中小股东可以要求公司回购其股份，监管部门对上市公司也应该有必要的规定，在出现严重违规恶意牟取中小投资者利益的情况下，要求上市公司必须对中小投资者做出相应的补偿。

第四，严格信息披露。提高定期和重大事项信息披露的要求，扩大信息披露范围，如董事和高级管理层的薪酬及支付依据，同时，加大外部审计的法律责任，有必要让中小投资者选派代表亲自验证其审计的真实性，以防止上市公司与审计机构之间存在串通、坑害中小投资者利益的现象，保证信息质量。

第五，建立“防火墙”。建立有关中介机构，如证券经纪与上市公司之



间的利益“防火墙”，防止其与上市公司合谋妨碍中小股东行权，比如操纵股价或者串通发布虚假消息。在这样情况下，监管部门可有权责令上市公司对造成中小投资者损害的机构提供对等原则的经济补偿，并对因虚假消息打压股价的情况要求上市公司自行回购股份或中介机构买入股份达到打压之前的股价标准，确保中小投资者的利益。

（2）强化中小股东的诉讼便利性

诉讼便利性是行权便利性的法律保障，是衡量中小股东权益保护的另一指标，是对中小股东权益进行保护的事后机制。所谓诉讼便利性是指中小股东受到侵害后，能以较低的成本、较快的时效、较大的获胜概率通过民事诉讼对侵害人进行追偿，从而保护自己的利益。保障诉讼便利性需要从两个方面努力：

第一，降低证券诉讼的门槛。在法律规定上要给予中小股东充分的法律支持，赋予其足够的起诉权力，并明确规定证券侵权行为的民事责任。在我国，起诉上市公司须以证监会行政处罚为前置条件的规定限制了中小股东的起诉权。因此，我们需要在法律规定上降低证券诉讼的门槛。

第二，降低中小股东诉讼的法律成本。这一问题在现实中显得更为重要。由于通常单个中小股东的支付能力有限，且其胜诉收益也相对较少，因而在较高的法律成本面前很多中小股东会放弃起诉的权力，即使是在胜诉的可能性很大的情况下。这种情况在日本、韩国、我国台湾地区都相当普遍，即使在美国，这一问题也曾经相当突出，但经过改革，美国证券市场建立起了这两种机制，较好地解决了这一问题。一是引入证券类案件中的“风险代理机制”，即由原告律师垫付诉讼费用，并承担败诉风险；二是授权美国证监会（SEC）任命行



政诉讼法官，自行对上市公司及其相关责任人进行调查和起诉，而不必借助司法机构，从而大大简化了诉讼程序；SEC 还可以采用庭外和解方式要求上市公司支付高额罚款或赔偿金，从而降低执法成本。在这些机制下，上市公司的违法行为有较高的概率被投资者追诉。

在我国，需要从司法角度重新修订或者新增部分法律法规，针对中小投资者的利益保障问题设立绿色通道，在诉讼成本与周期上可以做特定的调整，降低成本，设立专为中小投资者收益而进行诉讼的律师或代理人，费用则可以由中小投资者、被起诉上市公司以及监管部门按照规定比例分摊，真正体现各自的权利与义务。这样才有可能在出现实际问题时，中小投资者能以最小的成本找到代言人，以最少的支付成本解决问题。这样才能真正建立起能在实践中发挥作用，保护中小投资者的法律制度。

没有约束的权力会产生腐败，没有受到限制的资本不仅会产生腐败，还会产生对中小股东的伤害。从“资本多数决”到“股东实质平等”，可以有效保护中小投资者，为此，需采取事前预防、事后救济、制度建设等法律途径。还需限制大股东“以资为本”的权利，防止腐败和对中小投资者的伤害。

2. 引入“股东实质平等”原则

实践中一般提到保护中小投资者，指的是要保护他们不受其他市场参与者各种违法违规行为的伤害。实际上，保护中小投资者，更重要的保护他们作为中小股东的合法权益，保护他们不被大股东侵害。

（1）限制大股东的权利以防止大股东对中小股东的侵害

第一，大股东的强势造成了中小股东利益的威胁。大股东对中小股东的强



势地位是一个客观事实，股权分置改革以后，目前两类股东之间的利益冲突依然存在，只不过冲突的方式已发生改变，冲突的焦点已发生转移。股东之间的主要矛盾由股权流动性冲突转变为股份优势、资金优势和信息优势上的冲突，这些变化必然对中小股东权益保护带来新的挑战：分类表决制等保护性规则失效对如何保障中小股东的知情权、话语权及参与公司事务管理权等构成挑战；控股股东自利模式转变对如何保障中小股东的公平交易权构成挑战；股权激励机制实施在增强管理层积极性的同时，也对如何防范其通过盈余管理、选择性信息披露、内幕交易等手段，强化内部人控制、侵占上市公司和中小股东利益等问题提出了挑战；上市公司并购日趋活跃对如何防范虚假、恶意收购行为对中小股东权益造成的损害提出了挑战。

第二，限制大股东的权利。既然大股东的强势可能形成对中小股东利益的威胁，从逻辑上说，为了保护中小股东的权益，应该适当限制大股东的权利，也就是说，限制大股东“以资为本”的权利，没有约束的权力会产生腐败，没有受到限制的资本不仅会产生腐败，还会产生伤害——对同一利益体内其他参与者的伤害。

（2）从“资本多数决”到“股东实质平等”原则

“资本多数决”，即股份多数决，注重“以钱为本”，是目前比较流行的原则，强调在符合法定人数或表决权数的股东大会上，决议以出席股东大会股东表决权的多数通过才能生效，法律则将股东大会中多数股东的意思视为公司的意思，并对少数派股东产生拘束力。资本多数决是股东大会运作的根本原则，同时也是股东民主的一项重要内容，是股份公司作为资合公司区别于人合公司的一个



基本特征。

但是，因为资本多数决原则往往使中小股东的表决权丧失意义，他们的意志为大股东的意志所掩盖。大股东有时为了自己的私利，利用其资本优势操纵公司，大肆侵害中小股东和利害相关者的权益。

2004 年 4 月经济合作和发展组织（简称经合组织，OECD），通过了《OECD 公司治理原则》，在“股东的平等待遇”一节中引入了“股东实质平等”原则，这是对原来的股份平等（又称为形式平等）、“以钱为本”原则的重大改进。实质平等与股份平等的差异在于出发点完全不同，前者是从主体角度出发，体现的是股东不论大小，都是平等的经济行为主体，在履行了出资等义务后都享有由出资带来的完整的权益，注重以股东的人为本；而后者则是从资产角度出发，它所引申出来的是资本多数决原则。“股东实质平等”的目标就是要在坚持资本多数决原则的同时对其施加合理的限制，强调大股东对公司和中小股东的诚实信用义务，防止大股东对资本多数决原则的滥用，以实现股东间的制约和利益平衡。

在我国构建中小股东权益保护体系的过程中，树立“股东实质平等”的核心理念，有着重要的意义，它既符合国际趋势，又可能给我国中小股东权益保护的制度建设和实际操作带来新的局面。

（3）保证“股东实质平等”可操作性的法律手段与途径。

在我国现阶段资本市场上实现股东平等，保护中小股东的权益，可以采用三种具有操作性的法律手段和途径：

第一，事前预防。强调股东的股东大会召集请求权、提案权、知情权等除



了要经过大股东同意外，还必须设定比例，由中小投资者亲自参与，否则应视为无效。由于我国幅员辽阔，在参加股东大会过程中涉及到的费用，应该按照一定比例由上市公司与中小投资者共同承担，减轻中小投资者因行使股东权利而带来的投资成本的增加，这也是对中小投资者在投资实践中面临问题的可操作性解决方法。

第二，事后救济。保证少数股东在其权益直接或间接受到侵害的情况下，可以向行政机关请求救济或者向法院提起直接诉讼和派生诉讼。在这方面可以借鉴美国等发达资本市场的一些做法。美国证券市场之所以规范，关键在两点：一是辩方举证；二是集体诉讼。辩方举证，强调美国上市的公司如果无法证明自己的做法清白，即被认为有罪。而集体诉讼则遵循如下几个原则：其一，如果小股民和上市公司打官司，双方各自负担自己的诉讼费用，胜诉或败诉都不需要负责对方的费用；其二，小股民可以不付钱，打胜了之后再付，如果败诉了都不付；其三，小股民控告上市公司，只要一名股民控告就可以了。这个股民控告的结果，如果成功，利益归于全体股民。我国现阶段对中小投资者的法律维护还缺少实质性的突破，中小投资者诉讼成本过高（胜诉则罢，败诉要承担所有诉讼费用）、时间周期过长（从接受案卷到开庭审理再到公告结果，最少也需要 2 至 3 个月的时间），结果往往是中小投资者消耗不起而不了了之。因此，只有通过制定相应的法律法规，在这种严苛的法律环境下，上市公司才不敢轻易违法违规。只有在市场主体认为违规会受到严惩，完全得不偿失，才会恪守规则。比如，某家中国企业在纳斯达克一上市，因无意中将 100 万美元合同误报成收入，被美国法院判决赔偿中小投资者 435 万美元，几乎被纳斯达克摘牌。正是在这样的严格执法、监管下，中小投资者的权益才会得到真正的



保护。

第三，制度建设。重视在公司法、证券法等相关法律中规定的有关制度，不是专为保护少数股东权益而设，但也可间接地保护之，如股东表决权排除制度，独立董事制度，累积投票制度。中小投资者可以对上市公司的治理起到一定的监督作用，防止因大股东利益而逾越必要的程序，对有利益关系的表决权可以由中小投资者提出回避，防止以权、以“资本”谋私。对公司独立董事的聘请以及薪酬的支付应接受中小投资者投票表决，建立累积投票和比例投票制，便于中小股东集中支持特定候选人或议案，为股东能够实际考察候选人能力和品德创造条件。

（4）强化对大股东权利的限制，实施“股东实质平等”

与大股东对中小股东可能的侵害、保护中小股东的权益相适应，“股东实质平等”原则的一项重要要求就是必须限制大股东的权利，规定大股东不得滥用权利和“资本”，要求大股东行使权利的时候，必须是基于对公司整体的考虑，不得构成对少数股东和利益的欺诈。我国《上市公司治理准则》第 19 条规定，控股股东对上市公司及其他股东负有诚实信用义务。强调控股股东对其所控股的上市公司应严格依法行使出资人的权利，控股股东不得利用资产重组等方式损害上市公司和其他股东的合法权益，不得利用其特殊地位谋求额外的利益。

另外，限制大股东的表决权是限制大股东权利常见的方式，对此有两条途径：

第一，直接由法律或者章程规定，对大股东的表决权加以限制，可以采取对超过一定比例的股份折合计算表决权或直接规定表决权行使的上限，这是为了在公司股权结构不分散的情况下能够保证公司中权利分配的平衡；



第二，发行无表决权股，同时可享有优先购买公司普通股的权利。这主要是为了不淡化那些公司的创建者所持有的股份比例，使他们继续对公司拥有控制权，同时也可以满足公司筹集资金的要求。

结语

之所以强调保护中小投资者，还有一个考虑是基础问题。中国资本市场是一个天然不平等的市场，或者说全球市场基本都是这样，但是相对比会发现国外成熟资本市场对于中小投资者的保护力度大，相关法律比较完善，而我们国家处于一个发展过程中，中小投资者是明显的弱势全体，而资本市场整个基础恰恰是千千万万个中小投资者组成，金融机构本质上使用的资金来源也由中小投资者提供（可能是直接或间接的方式），由于天然的一种不平等，本文才特意提出政策性的法律应该给予中小投资者倾斜，或者说可以说这是对我国证券市场的一种再平衡。（作者：郝旭光、王文、赵亚赟）

本文为 2011 年国家社科基金重点项目“我国资本市场系统稳定性评估和监测研究”（11AZD010）的研究成果。

中国人民大学重阳金融研究院

电话：010-62516305

官方网站：rdcy-sf.ruc.edu.cn

邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn

新浪微博：@人大重阳

公众微信号：rdcy2013